

房地產投資與決策分析第九次上課紀錄

時間：2008/11/24(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：彭竹君

出席：張金鶚老師、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、王姿尹、賴靖雯、邱信智、羅于婷、袁淑湄、侯蔚楚、彭竹君、王俊鈞、范清益、許經昌、徐偉棋、張曉慈、程于芳、陳弘汝、楊博翔、羅雅怡、曾祥珉、林君安。

第一部分：教科書導讀

第十章：房地產市場調查與分析案例

報告人：陳弘汝

老師：介紹課本內容我希望很快帶過，但重點是有哪些東西是關鍵，市場分析我們已經講了很多次，這是我們最弱的一環，看起來很好做，但是它牽涉主觀、客觀，會是最難做的一塊。最後的業者決策都根據市場分析來決定(購屋者仍需考慮心中之尺)，把產品定位跟定價做出來，關鍵在哪裡？有沒有突破的可能？還是只能依樣畫葫蘆？我們的確想要把他做的更深入、更科學一點，所有東西都有不科學、主觀的一面，怎麼去突破，當然有一些是先天的限制，例如資料的不足，但是我們還是要回答，任何事情都要做決策的。

前三節的內容是我們自己負責研究的成果，產出產品的人跟使用產品的人有什麼不同的感覺，所謂「如人飲水，冷暖自知」，資料用到的程度是怎麼樣。在前三節說的是大範圍，而市場分析很強調小範圍、個案，這兩個落差在哪裡，有市場分析跟沒市場分析的差別在哪裡？到底學術有用、研究有用，還是根本沒用？大致上的方向是有用。但是落到真正的 case 要如何使用？大學生的時候是我給你們架構填進去，但是都有點不安心，得不到結論；研究生要 make sense，怎麼樣找到答案，然後你會覺得 comfortable，當然要有 sense 才能 make sense，大家有沒有什麼 comments？

祥珉：老師我想要問個案二的部分，表 10-8 和表 10-5 與後面推出來的結論有些不同，譬如說結論算出來是建議推出 15 層高級大廈的產品，可是表 10-8 中公寓銷售率比大廈更好，77 年公寓是 85%，而大樓是 70%，在那時間點做決策時為什麼不考慮公寓？裡面數字也怪怪的，公寓 77 年推出量是 40 戶還是表 10-5 中的 125 戶？

老師：也許有 key-in error 吧！這個已經很久了，是當初借用別人個案 copy 進來別人的做法，所以可能會存在 error；但不過這結論這樣推也很難下這定論。

祥珉：如果是經驗法則，確定後面結論對的話，那就跟前面的分析有些衝突，這樣看起來會覺得是公寓的銷售率比較好，但是獲利率比較小；大樓可能銷售率比

較低，但獲利比較高。後面結論沒有提到什麼時候可以銷售，所以也很難確認。

老師：到底要得到最大報酬還是最大現金回收，這是可以被討論的。其實做市場分析跟估價的人有點類似，他們通常心中都有尺，只是想辦法強化心中已有的答案。估價分析大家最大的 common 就是先畫靶心再畫靶柄，市場分析也多少有這種主觀在，這都是我們想要去避免的。

怎麼樣減少主觀認知、強化客觀分析的結果，我猜這些分析者或多或少都有，只是在過程中導出想要的答案，這是我所感受到的。不過好一點的是他有找出 alternatives 出來，在估價裡面也是一樣，比較標的是為了回答勘估標的，同樣會有這樣的盲點，所以我沒有辦法直接回答祥瑞這個問題，一部分可能是 error，一部分是需要改進的，我強調改進是一定要的，大家可以想想這部分要怎麼改進。

佳甫：進行市場分析的 sense 是一個特別關鍵的要素嗎？如果有人問你的時候，一講到什麼點就能說服別人？市場上要的 sense 到底是什麼？

老師：市場上要的 sense，一定要有實務經驗累積。sense 就是感覺，讓他有意義，一般業界強調的實務經驗，另一個我要強調的是在學界的推理過程邏輯、為什麼會這樣子。譬如說我認為應該蓋這樣的產品，因為周圍是這樣的產品、是這樣的價格，所以我推導出來是這樣；但是有沒有另外一種邏輯說，這種產品也許已經 out of date 或是價格有些偏誤存在，所以透過什麼樣方式去做，這就是我強調的理論跟學術的對話，sense 就在這裡。

當然最後都要說服人家，想法能夠提出來被檢驗過，不過各種可能的想法怎麼被產生出來，這是很有趣的。經驗當然是一種幫助，但想法不一定跟過去經驗有關，也許是外生的結果，怎麼樣產生 alternatives，然後怎麼樣 evaluate，最後可能的 alternative 是什麼，也或許是 combination。sense 是指豐富的實務經驗與科學理論的累積結合；有 sense 的人相對失敗機率減少，不是說一定成功。所以佳甫覺得該如何回答「怎麼樣培養 sense」這問題？

佳甫：多去觀察個案，有機會能累積實務經驗，用科學方法去思考分析答案。但我覺得我好像還是不能回答好這問題，因為沒有實務經驗，沒有透過檢驗。

老師：經驗這件事情本來就要累積，可能跟年齡、參與多寡、用功程度有關，你們有更多豐富的知識、科學理論邏輯，可以去彌補經驗的不足；代銷業者也許不是本科系出身，但他豐富的經驗可以彌補理論的不足，知識邏輯可以讓你學習更快或是經驗感受更豐富、更有效率。

每個產業都會有可能發生這問題，但房地產異質性，重複觀察不容易，讓人更困難，這是為什麼商院要 case study，也許有時候會覺得做到後來也沒有什麼理論基礎，是一種觀察結果，特別情況的因應、解決方法。累積一定 case 當然可以抽離一些原則，面對事情也可以把原則帶進去，讓 framework 更完整，沒有經驗的人雖然依樣畫葫蘆可以做得很像，但可能不知道什麼是 Key，需要被提點。

初學者當然大家都沒有 sense，但問題在於怎麼樣比較有 sense，這是很難回答的問題。

每個 demo(案例)有它的困境，如何應用去解釋個案，有的時候你還是要真的做過才會知道。解決問題的能力不是與生俱來的，是要去體驗過才知道。做過的人有沒有什麼想法？

淑湄：我們會比其他科系更好的是分析能力，因為有知識體系的輔助。我曾經聽過一坪工程款 7.5 萬，總共 12 億，長官說太高了想把他做成一坪 2 萬，這是很誇張的事情，如果是地政系同學應該不會有這樣的思維。我覺得大家有專業不用擔心 sense，sense 也不是我們去給老闆的，我們只要做好分析的工作就好。

老師：當老闆當然要有點 sense。

淑湄：但是如果結論跟 sense 衝突，可能不會是他不對。

老師：當然看你要怎麼去說服他，這是一個。如果從企管的角度呢？

經昌：以老闆的角度，一塊地要蓋什麼樣的房子，要賣多少錢才可以賺錢，這就是他的 sense，對於我們規畫的人來說，我們好像比較像是去闡述這種感覺。很多時候，我們在做分析規劃的人，都是業主有他想要的結果，分析的人只是想辦法去得到那樣的結果，像顧問公司也是這樣的，這不是一個很好的現象。

老師：不動產這裡面，答案是什麼這件事情，有兩種情況：一是我有主觀意見，有隱含答案浮現，只是還不確定，由經驗累積跟偏好得到結果，利用蒐集資料來支撐想法正當性；另外一個是完全不知道，茫茫中慢慢找到的答案。其中沒有對和錯，最後的成敗很難說，經驗豐富的人主觀程度強，經驗不足的人客觀多一點，但客觀程度多了也會累積成主觀性；其實可以兩個方法都做，如果發生衝突再來檢討，使答案更有說服性。

經昌：這有點像在自然界的發現很多是經驗式，事情多了就可以歸納出來她的邏輯，變成一個定理或定律來做分析工作，透過客觀方法去加強主觀判斷邏輯。

老師：主觀、客觀的對話，這是關鍵。問題又回到 sense，你們其實應該要有主觀，而不是人家說什麼就做什麼。有些事情比較容易客觀、主觀，例如財務分析，基本上是相當客觀的，但真正決定是在主觀，真正決定是心中之尺，客觀不易調整，主觀是可以調整的，市場分析只是幫你 lay out 出來，最後是要做出 decision making。

君安要不要說說看，建築系通常主觀強一點，設計創意的人強調主觀，可是主觀之後如何客觀化？建築他一看就說要做什麼，並不是從分析來看這應該要做什麼。學數學、科學的是從客觀出發，但是也要回到主觀，

君安：建築、都市設計甚至都市規劃是主觀性比較強的，

老師：都市規劃不見得吧。

君安：教育也是基於主觀訓練，當然也有客觀的課程，但是一到市場上，就會是不斷的客觀化，像是建設公司裡面的建築師應該更有感受。

老師：要說服別人可能客觀是重要的。

君安：或者是說，你要如何基於客觀的資訊，創造出主觀的產品，開拓新市場，那是另外一個層次的事情。最基本的客觀化如果沒有達成，房子賣不出去，以後人家就不會再找你了。

在市場部分，我感覺台灣來自建築主觀性的聲音比較少，有些地區建築設計是引領房地產走向，例如杜拜，那不是計算出來，是想像構度再創造出來的城堡，我有時候會希望房地產能到達這地步。

老師：我希望你們有客觀的知識、能力，這是一種學習，但是如何培養主觀的 sense，也是很重要的，這兩件事不斷的提升，我想這才是好的房地產專業者，這是我期待的。在學習過程中，主觀是很難學習，是不斷自己累積；客觀很容易學習，在學校教的就是這些表象，先做好客觀再累積主觀。

祥珉：在建設公司裡面，個案二跟個案三的分析是很好的 case，我們可以想成個案二是建築設計部門會提出來的分析，個案三是企劃部門會提出來的分析，個案二的土地利用，這是建築科系學習的，這課程很簡單，告訴你什麼區域要查什麼法規、容積率怎麼算、陽台兩遮怎麼算、會有什麼樣的產品樣式……這應該就是老師說的我們可以學習的主觀，這從課本上就可以學習，是屬於推案前期的 study；之後就要接個案三的部分，是比較客觀的、在地的，因為地已經選定了，要去問當地市場行情熟識的人教育水準、經濟水平，才能確保你個案二規畫出來的賣得掉，這兩個個案合起來就是一般市場部分分析的流程。

關於老師說的客觀、主觀 sense，個案二最容易著手，資訊很流通，是最簡單的知識，就可以遊走各建設公司，因為台灣大同小異，個案三的分析熟識的話，你在當地就很重要。

老師：你的專業能力是哪些，你應該有能力當今天一塊土地來了，找出他最有可能的使用、找出最大容積量，問題關鍵是平面切割到立體切割，包含陽台的排列組合，例如「XX 市」就有一個很複雜的排列組合與定位。我懷疑他有沒有經過嚴謹的科學理論，台灣在客觀這塊分析都還有很大改進空間，就像估價之前也是主觀較多，到現在的客觀化，大量估價、類神經網路…等等，但客觀跟主觀的交集對話還是不夠 smooth，慢慢改進之後這樣才可以上到太空（極精密）去，減少不失敗是一個多大的挑戰，房地產界有沒有可能性？

第二部分：房地產學術思潮論文集導讀

詹姆士·格拉斯坎普在估價實務與改革上的理念

報告人：侯蔚楚

老師：三年前，我曾經拿這篇 paper 跟另外的文章，給估價師公會做一場演講，借他山之石來說台灣的狀況。審查很多估價報告之後的感想，台灣全部都是這個

現象，也就是我們還蠻貼切格氏想法，估價是我們心中的痛，光是要贏得尊重就需要很大努力，這個領域有蠻多既得的包袱，地政系的同學應該很有感受，如果沒有可能已經缺乏反省能力。估價跟市場分析都是這領域的兩個核心，都是高度形式的報告，這兩個是很像的，大家可以去我的網站看看關於格氏演講的部分。

我一直希望可以算出最有可能價格，換句話說，估出那個價格機率，我的最終目的希望能夠立法。就像氣象一樣能夠算出機率，報告書只告訴一個標準答案，很不 make sense，當然可能說投資者就只需要一個確定值，可是對於未來的不確定性是存在的，如果你要忠於自己，就是要提供機率，當然準不準是另外一個問題，而這機率怎麼產生出來需要主觀、客觀不斷交集而成。請地政系的同學發言一下。

于芳：市場比較法被大量使用，就像我們大四做的估價報告，可是我們又拿不到真實的價格，價格本身已經被高估，我們又繼續估，不是更不準嗎？

老師：估價師真的就會拿得到真實價格嗎？就算拿到又一定估的準嗎？我們說的是實務界的改革，我們現在最常被批判說教育跟實務脫鉤，稱之為理論其實是一種諷刺，意思是不懂實務，這樣的教育是失敗的，不動產碩士班的教育是實務的教育，我認為碩士班畢業之後要做實務的經理人，博士班畢業當然是走學術，可是教育跟實務有沒有密合在一起，這是一個蠻大挑戰的空間，這跟拿了執照之後能不能去估價是一樣的道理。

偉棋：關於機率範圍，買方當然是要買最低價格，這樣會不會浪費更多時間？

老師：我們說機率是平均數、中位數、還是眾數？到底機率多少是最有可能？我們說百分之五十，是一種中位數，買方 50%、賣方 50%，誰也沒偏袒誰，這一種說法。買賣一定要買賣雙方得到最後那一點才會成功，每個人心中都有一把尺，都有一個機率分配，只是你不知道而已，怎麼樣找出來，這就是我們要改進科學的那部分。

這裡面還提到一段合理時間，這是多久時間？實務不一定會有標準答案，但是多半會有相對答案，想辦法去逼近找出一個合理的 range，建立相對客觀，把標準差變小、精緻化，所以學術研究就在說科學化。我們看估價樣本比較案例選取是不是科學？選樣之後要調整，這是黑箱的調整過程，然後得到各個比較價格怎麼樣得到權重調整得到答案，報告書三個方法後的權重也還是一個黑箱，學術研究就是想要把黑箱打開來。

曉慈：有時候估價師為了生存不得不受影響，有沒有辦法或是規範減少影響？

老師：估價有兩個問題，一個是技術不精，技術不精也分兩塊，一個是資料不好，一個是方法不好，所以答案不好，這還可以原諒喔；另外一個問題是道德風險，明知不對卻還是配合業者。

估價師的困境是業主找估價師，誰付錢當然答案對誰有利。會計師為什麼好

像到德高一些，敢挑戰你？當然是因為他們有規範，估價師當然也有，公報第一號就是 ethic，可惜聊備一格。

君安：台灣估價師有沒有民事責任？

老師：當然有，台灣估價師常上法院阿！但是沒有真正的答案。職業道德是嚴肅的問題，可是台灣太多這樣情況，變成共犯結構，大家都這樣，就好像沒什麼好嚴重的。兩家、三家估價報告書若相差太大，就請公會請出具估價意見報告書，審查結果可能裡面都是一蹋糊塗，這的確實一個嚴重的問題。

這裡面也提到，老一輩已經習慣，是既得利益者，所以沒有改革能力，希望年輕一輩來改革，也就是你們。我說的不只是估價、也包含市場分析、也包含我們地政系，改革有內部反省和外在壓力，最後才能立法改革。

祥珉：估價師收費來源好像是很大的問題，估價師要估業主的東西，但是卻像業主收錢，能不能換過來？讓需要估價的人請估價公會隨機選擇估價人員做估價報告。

老師：這是有一部份，但應該不是完全的問題，照你這樣說，那會計師應該也有一樣的問題？

祥珉：會計師有罰則。

老師：估價師也有罰則啊！我同意新產業當然還沒成完備需要時間累積生意，但是如果一開始就沒有很嚴格，事實上是不會進步，也很難被尊重，但是技術上的問題是可以檢討。

最近估價師一直遊說，希望未來放貸估價可以交給估價師來做，理論上我支持，但是若估價師本身不長進，不是造成更大腐敗嗎？銀行自己可能有預警制度，考慮風險後估低一點也無妨。產業本身還沒贏得社會尊敬，就想要擴大業務，這對於產業界也許是比較不中聽，但這是我們該思考的問題。

龍鵬：會計師對於道德風險的討論很多，避免道德風險一般都是用誘因去設計，例如薪資結構等。

老師：面對風險一般是用誘因提升或是懲罰，像最近討論住宅立法，我認為最大關鍵是如何建立市場機制，這其中最重要的就是獎優懲劣，如果沒有這機制，就無法變成產業健全的核心。沒有制裁，為什麼不敢作；沒有誘因，我幹嘛做好？房地產界就面臨這困境，最好當然是社會制裁，不好廠商就沒人去找，但是很難，或是好廠商可以賣貴一點，可是也沒有。現在大家對估價師期望很高，實在讓我有點哭笑不得。

姿尹：大二的時候，聽完張能政估價師的演講，對於估價師這個產業有點失望。

老師：估價師跟一般的師比起來，真的是差很大。

姿尹：已經工作的同學曾經提到，大銀行可能會把業務給估價師，但小銀行可能就不會，是內部自行估定。他們可能走到房子前面看一看，就決定是 700 萬，他們評估過程也很隨便，可能也覺得不用這麼精準，也或許他們沒有資金。

靖雯：美國有關估價的研究比較多，台灣現在好像有點被限在法規的框架裡面，像正常價格、限定價格，跟理論相比並沒有這麼好用，估價師因為要符合規定而受到限制。

老師：你意思是說制度上的問題？

靖雯：可能當初法條沒規定的這麼好，或是比較偏向日本的設計，名詞解釋會不夠直觀，法規不合理的地方造成了阻礙。

老師：法規當然也有問題啦，但是最主要還是觀念問題，整個估價界要有反省能力才是關鍵。如果學術界沒有，產業界更不會有，而我覺得目前學術界是很薄弱的，改革有內生和外壓，最好兩個都有，產業才會進步，否則還是會有很大的困境，這東西如果沒有好的話，將來你們出去如何說服人家，受人尊敬？

第三部分：Case Study

XX 政大 v.s. XX 田田 (如附檔)

報告人：陳妍如、王俊鈞

老師：這是從賣方角度報告，試著說說關於買方的想法吧！最大的困境在什麼地方？兩個產品一個是大樓，一個是透天，不太好比較。

俊鈞：其實這兩個坪數差不多而且總價也差不多。

老師：對，但是這兩個就是不一樣，重點是偏好的問題。

妍如：而且這是同時期推出，最多人比較的個案。

老師：對，以目前的銷售率…

妍如：是 XX 政大較好。

俊鈞：可是 XX 田田才推出三週。

老師：所以鹿死誰手還不知道，不過好在他們的量都不大，因為大家想一想現在景氣好不好。重劃區的產品是一種特殊產品，到底好不好大家想一想，重劃區地方大，這邊的案量有多少？而不是只有這兩個個案而已。像 XX 有坵方過，就在 XX 田田附近，這就為什麼不開路的原因，資訊不對稱就跑出來了。二期重劃區有個特點是只有兩條進出道路，不論上下都會有瓶頸，尤其假日一上貓空就把路擋死，出入麻煩。重劃區選擇寧適性與方便性兩個 trade off，時間還好，但是一定要有車，走路不太容易到。

買房容易，但是要去想住房子的問題，如何回到現實生活這件事情，這是大

家要去面對的。所有東西都在顯示產品與價格這兩件事，應該從買方角度去想想，這裡的增值性如何，這裡曾經也跌過很慘，最近又開始價格上漲，到底應該要活在當下還是等待增值，不過好的是他已經相對開發成熟，不過最大的缺點是生活機能較差。當然還是會有人買，像是政大附近的人，不過這到底是好產品跟好價格，大家好好想一想。

做 case study 的目的就是幫助大家認識清楚，首先要學會判斷未來真正 maturity 的時候，在不同的時間情境下，dynamic 的變化，要有能力描繪出來。我一直強調學房地產的人，你要去想想未來他會長成什麼樣子，三年後、五年後、十年後，價格波動會如何，當然不一定準，但是要有能力去思考這個架構，而不能把所有好的堆在一起，那是賣方的說法，你應該要去掌握到需求者。

君安：政大二期這樣的區域，很重要的環境品質的條件應是全區綠蔭人行道，但事實上應該是沒有對不對？在路上走路是跟車子在一起爭道，因為台灣的開發都是這樣，有點沒有辦法達到別墅區的感覺，二期這麼晚開發，還是沒有辦法達到，這樣讓人失望。

XX 政大的棟距是六米，其實很小，這是別墅嗎？這連紐約最擁擠的街屋的後院都比不上，如果他的訴求是別墅，但是他提供的條件卻是這樣，所以我選擇 XX 田田的景觀。但 XX 田田主打 SLDK，這有什麼？把牆打掉就好了，尤其是預售屋，這樣是低估消費者的能力。

老師：學建築的人看產品，跟你們看產品，會有不同的涵養能力，提醒大家要從買方的角度去看。

經昌：我要呼應 SLDK 的設計，這都沒有考慮到功能性問題，你打通書房、客廳、餐廳、廚房，那在家裡煮個菜不是到處都是油煙嗎？這也沒有考慮隱密性的問題。而且這邊是山坡地住宅區，蓋 10 幾層的高樓，又有地形破碎的問題，然後採取 L 型設計的結構，萬一地震發生怎麼辦？

妍如：那是另外一個案子——XX 迷香。

老師：最近這兩個案子都在文山區，你們應該比較能夠觀察，可以比較有感受，比較能夠還原實際的樣子，外來人可能比較沒有辦法，真實性的如何，應該要更貼切一點。

以這兩個建設公司才看的話，我會選擇 XX 田田，他的品質可能好一點，所以上市不一定是比較好的，不要有這個迷思，要去了解各建設公司的口碑。

討論受於時間一直意猶未盡，希望大家要培養主觀能力，然後把客觀知識應用上去，今天上課就到這裡。